

Actualités M&A / Droit Boursier

Octobre 2014

1. DEVELOPPEMENTS LEGISLATIFS ET REGLEMENTAIRES, CONSULTATIONS ET RECOMMANDATIONS

1.1 Sociétés : généralités

1.1.1 Projet de loi ratifiant les ordonnances relatives au financement participatif et aux taux de l'intérêt légal

Le ministre des finances et des comptes publics et le ministre de l'économie, de l'industrie et du numérique ont présenté en Conseil des ministres le 15 octobre 2014 [un projet de loi](#) ratifiant les ordonnances n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif et n° 2014-947 du 20 août 2014 relative aux taux de l'intérêt légal ¹.

Pour mémoire, l'ordonnance relative au financement participatif contient des mesures permettant de favoriser le développement du financement participatif sous formes de titres financiers, de prêts ou de dons, dans des conditions sécurisées, notamment en :

- créant des statuts de conseiller en investissements participatifs et d'intermédiaire en financement participatif ainsi que les conditions et obligations qui s'y attachent ;
- adaptant, pour ce qui concerne le financement participatif sous forme de titres financiers, le régime et le périmètre des offres au public par les sociétés qui en bénéficient et en modifiant le régime de ces sociétés en conséquence ;
- étendant au financement participatif sous forme de prêts les exceptions à l'interdiction en matière d'opérations de crédit prévue à l'article L. 511-5 du code monétaire et financier ;
- mettant en œuvre un régime prudentiel allégé pour certains établissements de paiement, conformément à la directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE ainsi que 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE.

L'ordonnance relative au taux de l'intérêt légal modifie les articles L. 313-2 et L. 313-3 du code monétaire et financier relatifs aux modalités de calcul et d'application du taux d'intérêt légal.

Sommaire

1. Développements législatifs et réglementaires, consultations et recommandations.....	1
2. Avis CNCC	14
3. Jurisprudence	16

Vos contacts chez Clifford Chance :

Aline Cardin 01 44 05 52 22
aline.cardin@cliffordchance.com

Fabrice Cohen 01 44 05 54 20
fabrice.cohen@cliffordchance.com

Gilles Lebreton 01 44 05 53 05
gilles.lebreton@cliffordchance.com

Mathieu Remy 01 44 05 53 00
mathieu.remy@cliffordchance.com

Thierry Schoen 01 44 05 52 47
thierry.schoen@cliffordchance.com

Laurent Schoenstein 01 44 05 54 67
laurent.schoenstein@cliffordchance.com

Pour tout renseignement sur la présente veille, vous pouvez contacter :

Cécile Duval 01 44 05 52 58
cecile.duval@cliffordchance.com

Clifford Chance, 9 Place Vendôme, CS
50018, 75038 Paris Cedex 01, France
www.cliffordchance.com

¹ A noter, la loi d'habilitation prévoit que le projet de loi de ratification doit être déposé devant le Parlement au plus tard le dernier jour du cinquième mois suivant la publication des ordonnances du 30 mai 2014 relative au financement participatif et du 20 août 2014 relative au taux de l'intérêt légal.

L'agenda du Sénat pour les prochaines semaines ne prévoit rien sur ce projet de loi.

[Compte-rendu du Conseil des ministres](#)

1.1.2 Loi ESS : Publication du décret d'application au Journal Officiel et parution d'un guide

Le 29 octobre 2014, le [décret n° 2014-1254](#) relatif à l'information des salariés en cas de cession de leur entreprise a été publié au Journal Officiel (JO).

[Communiqué de presse du Minefi du 29 octobre 2014](#)

Ce décret est pris pour application des dispositions de la [loi n° 2014-856](#) du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire et précise les modalités d'application du nouveau droit d'information préalable des salariés entré en vigueur le 1^{er} novembre 2014.

Ce décret complète la partie réglementaire du code de commerce en ajoutant trois articles au chapitre Ier du titre IV du livre Ier (les articles D.141-3 à D.141-5) et en complétant le titre III du livre II du même code par un chapitre X "De l'information des salariés en cas de cession de leur société".

Parmi les dispositions de ce décret, on peut noter plus particulièrement les suivantes :

- les modalités de l'information préalable : le chef d'entreprise pourra aviser ses salariés selon plusieurs modalités :
 - ✓ lors d'une réunion d'information des salariés, à l'issue de laquelle les intéressés signent un registre de présence ;
 - ✓ par affichage. La date de réception de l'information est celle apposée par le salarié sur un registre signé, où il atteste en avoir pris connaissance ;
 - ✓ par courrier électronique, si la date de réception peut être certifiée ;
 - ✓ par remise en main propre, contre émargement ou récépissé, d'un document écrit mentionnant les informations requises ;
 - ✓ par lettre recommandée avec demande d'avis de réception. La date de réception est celle qui apposée par la poste lors de la remise au salarié ;
 - ✓ par acte extrajudiciaire ;
 - ✓ ou encore par tout autre moyen de nature à rendre certaine la date de réception.
- le délai : le texte précise que le délai de 2 mois s'apprécie au regard de la date de cession entendue comme étant la date à laquelle s'opère le transfert de propriété. **Mais une cession intervenant à l'issue d'une négociation exclusive organisée par voie contractuelle n'est pas soumise aux obligations d'information préalable des salariés, si le contrat de négociation exclusive a été conclu avant le 1^{er} novembre 2014 ;**
- l'obligation de confidentialité : le salarié intéressé par la reprise de son entreprise souhaitant faire une offre de rachat devra informer le chef d'entreprise (ou l'exploitant selon le cas) de sa volonté de se faire assister par l'une des personnes de son choix. Cette personne sera tenue à une obligation de confidentialité ².

A l'initiative du Ministère des finances, un [guide pratique à destination des salariés et des chefs d'entreprises](#) a été publié. Ce guide comprend les informations utiles à la mise en œuvre de ce nouveau droit. Il détaille également les possibilités d'accompagnement du salarié dans l'hypothèse où il décide de proposer une offre de rachat.

² On aurait pu s'attendre à ce que le décret fournisse des précisions sur un certain nombre d'autres points comme le type de cessions visées, le point de départ précis de l'action en nullité ouverte aux salariés en cas de violation de l'obligation d'information préalable, les modalités de l'assistance dont peut bénéficier le salarié en application de la loi. Or le décret est muet sur tous ces points.

Le sommaire de ce guide est le suivant :

- ✓ qui est concerné ?
- ✓ comment est transmise l'information aux salariés ?
- ✓ quelle information ?
- ✓ à quel moment se fait l'information du salarié ?
- ✓ par quel moyen ?
- ✓ que faire en cas d'offre présentée par un ou plusieurs salariés ?
- ✓ quelles conséquences en cas d'absence d'information ou d'information tardive ?
- ✓ l'obligation de discrétion pesant sur les salariés
- ✓ quel accompagnement des salariés ?

Ce guide, dont la valeur juridique prête à discussion, est beaucoup plus détaillé que le décret.

Plus précisément, on peut relever dans ce guide les points suivants :

- **les cessions visées : si une donation, une dation en paiement, une transaction, une fiducie, un échange ou un apport en société relève selon le guide du champ de l'obligation, un transfert de propriété dans le cadre d'une TUP y échappe (page 3). L'application du dispositif au sein de groupes est également envisagée** (exclusion de la cession progressive de blocs minoritaires, notamment par l'exercice d'options d'achat ou de vente mais inclusion de la cession d'un seul bloc majoritaire) (page 4). Le cas des franchises est également évoqué : l'obligation s'applique même lorsque le droit ou le bien cédé fait l'objet d'un droit d'agrément, droit de préférence ou de préemption. (page 4)³ ;
- **sur la date de l'opération** : ne sont visées que les cessions intervenues après le 31 octobre 2014. Mais une cession intervenant à l'issue d'une négociation exclusive organisée par voie contractuelle n'est pas soumise aux exigences d'information préalable des salariés si le contrat de négociation exclusive a été conclu avant le 1^{er} novembre 2014 (page 4)⁴ ;
- sur les destinataires de l'information et son contenu : sont définis **les salariés concernés** (les salariés en congé maladie et en congé maternité devraient également être informés ainsi que les apprentis), **l'information à remettre (à noter, la loi n'impose que d'informer les salariés de la volonté du cédant de procéder à une cession et du fait que les salariés peuvent présenter une offre d'achat; il n'existe en revanche aucune obligation de leur communiquer une quelconque information relative au fonctionnement, à la comptabilité et la stratégie de l'entreprise)** (page 6) ;
- **sur les délais à respecter et les modalités de renonciation au droit par les salariés de présenter une offre** : outre des calendriers sur l'aménagement des différents délais, le guide contient un modèle du document par lequel - dans les entreprises de moins de 50 salariés ou dans les PME de plus de 49 salariés où l'absence de comité d'entreprise et des délégués du personnel ont été constatés - chacun des salariés fait part de sa décision de ne pas présenter d'offre de rachat, permettant ainsi la réalisation de la cession avant l'expiration du délai de 2 mois. (page 8 et annexes) ;
- **les modes de communication de l'information aux salariés** : à noter, la mention contenue en page 9 relative au fait que si le salarié ne vient pas chercher une LRAR ou en refuse la réception, il conviendra de recourir à une autre méthode pour assurer la réception de l'information⁵ ;

³ La rédaction du guide ne va pas éteindre les oppositions doctrinales sur le périmètre, ni répondre à toutes les questions qui se posent à cette occasion.

⁴ A noter, ceci reprend les termes de l'article 2 du décret précité.

⁵ En effet, à chaque modalité de communication de l'information, il est prévu en retour de la part du salarié, une preuve de sa prise de connaissance de l'information, même s'agissant de l'affichage.

- **comment réagir en cas d'offre présentée par un ou plusieurs salariés?** Le guide précise que le cédant n'a aucune obligation en termes de communication d'informations sur l'entreprise ; de la même manière, il n'a aucune obligation de donner suite à l'offre ainsi présentée et son refus n'a pas à être motivé. Il pourrait même ne pas répondre. (page 9) ⁶ ;
- **quelles conséquences en cas d'absence d'information/d'information tardive/d'information incomplète?** La méconnaissance du droit d'information ouvre droit à une action en nullité relative et facultative (en revanche elle ne constituerait pas un délit d'entrave) pour laquelle seuls les salariés ont intérêt à agir et sont recevables à demander la nullité de la cession : sont visés les salariés de l'entreprise employés au moment où le cédant ou, le cas échéant, le chef d'entreprise, devait réaliser l'information des salariés (page 10) ;

L'action est enfermée dans un délai court (2 mois), le salarié doit donc saisir la juridiction compétente rapidement, et le point de départ de ce délai varie selon la nature du bien transmis. En cas de cession de fonds de commerce, le délai de 2 mois court à compter de la date de publication de l'avis de cession de fonds de commerce au BODACC ou dans un JAL (la première de ces deux publications). En cas de cession de parts sociales ou d'actions, le guide se réfère comme seul point de départ au jour où tous les salariés ont été informés de la cession par tout moyen de nature à rendre certain la date de réception de cette information. (page 11) **Aussi, dans cette logique, recommande-t-il pour faire courir le délai de prescription et s'assurer que tous les salariés aient effectivement été informés de la cession, de procéder une fois la cession réalisée à une seconde information selon des modalités similaires à la première** (ceci n'est pas précisé mais implicite). ⁷ ;

- **sur l'obligation de discrétion pesant sur les salariés et les personnes l'assistant :** la méconnaissance par le salarié de l'obligation de discrétion est une faute justifiant une sanction disciplinaire pouvant aller jusqu'au licenciement. Pour les personnes qui prêtent leur concours aux salariés, celles-ci sont liées soit par une obligation de confidentialité, soit par le secret professionnel. Le guide précise les personnes pouvant accompagner le salarié (page 12) ⁸.

Il semblerait que ce guide soit complété d'un document FAQ actuellement en cours de rédaction.

Par ailleurs, une mission parlementaire devrait évaluer pour début 2015, les conditions concrètes de mise en œuvre du droit d'information préalable et plus largement émettre des recommandations pour faciliter et accompagner les reprises d'entreprises.

Ce décret a suscité de nombreuses critiques dès avant sa parution. Le MEDEF, la CGPME, d'autres organisations patronales et certains acteurs politiques, dénoncent un texte éloigné de la réalité des affaires, inapplicable et anxiogène.

C'est dans ce contexte que le 29 octobre dernier, la commission des lois du Sénat a adopté un [amendement au projet de loi de simplification de la vie des entreprises](#) ⁹, visant à abroger l'obligation d'information préalable des salariés, "en raison de son inadaptation économique, de son insécurité juridique et de son caractère inopérant pour favoriser la reprise d'entreprises par leurs salariés", selon les motivations de l'amendement. Cet

⁶ On peut s'interroger sur la pertinence de l'affirmation " le cédant peut ne pas répondre s'il le souhaite " dans un contexte où les dispositions légales visent à encourager la présentation d'offres. Que le cédant puisse refuser ces offres sans motivation, cela est compréhensible, mais qu'il reçoive celles-ci sans même en accuser réception, cela est plus discutable.

⁷ On peut s'interroger sur la portée d'une telle recommandation qui va au-delà du texte d'autant que s'il est vrai que depuis la publication de l'ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés qui voulant notamment simplifier le régime des cessions de parts sociales de SARL a substitué à la publicité de la cession de parts sociales au RCS une publication des statuts modifiés à ce même registre, il n'en demeure pas moins que le texte des articles L.23-10-1 et L. 23-10-7 du code de commerce continue de se référer à " la date de publication de la cession de la participation ou à la date à laquelle tous les salariés ont été informés". Mais il est vrai que pour les cessions d'actions ou de valeurs mobilières, il n'existe aucune mesure de publication légale.

⁸ A noter, le texte des articles 19 et 20 de la loi ESS prévoyait que les salariés pouvaient se faire assister à leur demande par un certain nombre de personnes définies (représentant de la chambre de commerce et d'industrie régionale, de la chambre régionale d'agriculture, de la chambre régionale de métiers territorialement compétentes en lien avec les chambres régionales de l'économie sociale et solidaire) ainsi que par toute personne désignée par les salariés dans des conditions définies par décret. Or le Décret est très discret sur cette question puisque il se contente d'indiquer que le salarié informe dans les meilleurs délais et par tout moyen l'exploitant (ou le chef d'entreprise selon le cas) lorsqu'il se fait assister et il prévoit que la personne qui assiste le salarié est tenue à une obligation de confidentialité en ce qui concerne les informations qu'elle reçoit. Rien n'est dit en revanche, comme on aurait pu s'y attendre, sur les modalités de cette assistance.

⁹ Voir Actualités M&A/Droit Boursier Juillet-Août 2014, point 1.1.3.

amendement a été définitivement adopté par la Haute Assemblée. Il en résulte, à ce stade des discussions parlementaires¹⁰, un article 12A rédigé tel que suit :

"Article 12 A (nouveau)

I. - Les sections 3 et 4 du chapitre I^{er} du titre IV du livre I^{er} et le chapitre X du titre III du livre II du code de commerce, tels qu'ils résultent de la loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire, sont abrogés.

II. - L'article 98 de la loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014 précitée est abrogé.

III. - Les cessions de fonds de commerce ou de parts sociales, actions ou valeurs mobilières intervenues dans les cas prévus par les dispositions mentionnées au I avant la publication de la présente loi ne peuvent être annulées sur le fondement de ces dispositions."

1.1.3 Décret et arrêté relatif à l'allègement des obligations de publicité des comptes annuels des micro-entreprises : publication au JO

Pour mémoire, l'article 5 de l'[ordonnance 2014-86](#) du 1er février 2014 permettait aux micro-entreprises¹¹, lors du dépôt de leurs comptes annuels au greffe du tribunal de commerce, de déclarer que les comptes ainsi déposés ne seront pas rendus publics. Le [décret n°2014-1189](#) fixant les modalités d'application de ce dispositif a été publié au JO du 17 octobre 2014 ainsi que l'[arrêté](#) proposant un modèle type de déclaration de confidentialité des comptes pour les micro-entreprises.

Le décret met en œuvre l'allègement sur option de l'obligation de publicité des comptes annuels pour les micro-entreprises, à l'exception des sociétés mentionnées à l'article L. 123-16-2 du code de commerce (établissements de crédit, sociétés de financement, entreprises d'assurance et de réassurance) et de celles dont l'activité consiste à gérer des titres de participations et de valeurs mobilières. Lorsque ces sociétés choisissent de ne pas rendre publics les comptes annuels qu'elles déposent en annexe au registre du commerce et des sociétés (RCS), ces comptes doivent alors être accompagnés d'une déclaration de confidentialité établie conformément à un modèle défini par arrêté du garde des sceaux. Ce [modèle](#) se trouve en annexe au code de commerce (partie Arrêtés).

1.1.4 Arrêté portant homologation des règlements n° 2014-1 du 14 janvier 2014, n° 2014-2 du 6 février 2014, n° 2014-3 du 5 juin 2014 et n° 2014-4 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables : publication au JO

L'[arrêté portant homologation de quatre règlements de l'Autorité des normes comptables](#) a été publié au JO du 15 octobre 2014.

Il s'agit des règlements suivants :

- [Règlement n° 2014-01 du 14 janvier 2014 relatif au plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable](#) ;

Ce règlement porte exclusivement sur les organismes de placement collectif à capital variable, c'est-à-dire les OPCVM (UCITS) et les fonds d'investissement alternatif à capital variable. Il abroge le règlement du CRC n°2003-02 du 16 décembre 2003 relatif au plan comptable des OPCVM.

¹⁰ Le 3 novembre 2014, trois amendements ont été déposés qui visent à supprimer l'article 12A du projet de loi sur la simplification de la vie des entreprises, l'un soutenant la volonté de favoriser la reprise des entreprises par les salariés, l'autre avançant l'effet contre-productif d'abroger à ce stade cette disposition, considérant qu'il est trop tôt pour en faire l'évaluation et le troisième émanant du Gouvernement n'entendant pas remettre en cause un dispositif à peine créé et devant permettre aux salariés qui le souhaitent de présenter une offre de rachat. Ces trois amendements ont été rejetés de sorte que pour l'heure le texte de l'article 12 A (nouveau) dans sa rédaction visée ci-dessus est inclus dans le projet.

Après le vote du Sénat le 5 novembre dernier, le projet de loi tel qu'arrêté par cette assemblée a été transmis à l'Assemblée nationale le 6 novembre. Une Commission Mixte Paritaire (composée de 7 députés et 7 sénateurs) doit être convoquée qui sera chargée d'arrêter le texte des articles restés en suspens entre les deux assemblées.

¹¹ Pour mémoire, sont qualifiées de micro-entreprises, les sociétés qui ne dépassent pas à la clôture d'un exercice, deux des trois seuils suivants : 350 000 euros de total de bilan, 700 000 euros de chiffre d'affaires net et 10 salariés employés en moyenne au cours de l'exercice (article D.123.200 1° du code de commerce)

Il intègre les nouvelles classifications (Articles 111-1 à 111-4) issues de la transposition de la directive AIFM dans le code monétaire et financier, mais ne modifie pas les principes comptables applicables selon le règlement du CRC n°2003-02 du 16 décembre 2003 modifié, ni les méthodes d'évaluation des actifs et passifs.

[Note de présentation](#)

- [Règlement n° 2014-02 du 6 février 2014 relatif aux modalités d'établissement des comptes des sociétés de financement](#) ;

Ce règlement modifie le champ d'application des différents règlements comptables des établissements de crédit pour les rendre applicables aux sociétés de financement, notamment en ce qui concerne le seuil de commissariat aux comptes ainsi que l'établissement et la publication des comptes individuels et des comptes consolidés.

[Note de présentation](#)

- [Règlement n° 2014-04 du 5 juin 2014 relatif au classement comptable des obligations convertibles en actions dans les entreprises d'assurance, les mutuelles et les institutions de prévoyance](#)

[Note de présentation](#)

A noter plus particulièrement :

- [Règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général](#) ;

Ce règlement annule et remplace le règlement CRC n°99-03 (dit PCG 99), et tous les autres règlements homologués depuis 1999 et l'ayant modifié. Il entre en vigueur immédiatement.

L'Autorité des normes comptables (ANC) a mené un travail de recodification des règles comptables françaises afin de les rendre plus accessibles. L'actuel PCG a été réorganisé autour d'un nouveau plan thématique et d'une nouvelle numérotation, sans apporter de modification aux dispositions comptables contenues dans le PCG, ce travail ayant été conduit à droit constant.

Ce nouveau PCG constitue la référence pour l'établissement des comptes annuels. Le règlement ANC n°2014-03 s'applique à toutes les personnes physiques ou morales soumises à l'obligation d'établir des comptes annuels comprenant un bilan, un compte de résultat et une annexe. **L'annexe des comptes annuels des entreprises ne doit donc plus faire référence au règlement CRC 99-03 mais au règlement ANC 2014-03.**

[Communiqué de presse](#)

[Recueil des normes comptables](#)

1.1.5 Rapport de la CCI Paris Ile-de-France sur la protection des secrets d'affaires dans l'Union européenne

Afin de protéger le secret d'affaires, la Commission européenne a lancé une réflexion sur la protection du patrimoine informationnel et intellectuel des entreprises. Cette réflexion a abouti au dépôt en novembre 2013 d'une proposition de directive relative aux secrets d'affaires ayant pour objectif d'harmoniser, de clarifier et de renforcer les droits nationaux ¹².

La CCI Paris Ile-de-France soutient la proposition de directive. Dans un [rapport](#) ¹³ daté du 11 septembre, elle

¹² Voir Actualités M&A / Droit Boursier Décembre 2013 point 1.1.6. Par ailleurs pour mémoire, une proposition de loi relative à la protection du secret des affaires est actuellement en cours d'examen à l'Assemblée nationale : déposée par divers parlementaires socialistes durant l'été, elle a fait l'objet d'un renvoi à la commission des lois où elle est toujours en cours d'étude (Actualités M&A / Droit Boursier Juillet-août 2014, point 1.1.7 pour plus de détails sur son contenu).

¹³ Ce rapport fournit des éléments d'information très précis sur l'état du droit français en la matière ainsi que sur les droits étrangers (voir Annexe 1 Benchmark juridique. Eléments de droit comparé sur le droit applicable aux secrets d'affaires).

émet ses observations, identifie un certain nombre d'objectifs et formule des propositions d'amélioration du texte pour y répondre (dix-sept propositions principales). Ces objectifs sont :

- de préserver l'autonomie entre droits de propriété intellectuelle et secrets d'affaires ;
- préciser les définitions ;
- rationaliser certaines hypothèses d'obtention et d'utilisation illicites d'un secret d'affaires ;
- revoir les cas d'obtention, de divulgation et d'utilisation licites ;
- renforcer l'efficacité de la mise en œuvre procédurale des secrets d'affaires.

Une [synthèse](#) de ce rapport a été publiée dans laquelle la CCI rappelle ses propositions d'amélioration.

1.2 Gouvernement d'entreprise

1.2.1 Publication du premier rapport d'activité du Haut Comité du Gouvernement d'Entreprise

Le 21 octobre, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE) a publié son [premier rapport annuel](#) depuis son instauration en octobre 2013 ¹⁴.

Le HCGE a, lors de sa première année d'exercice, traité plusieurs priorités, parmi lesquelles le "say on pay" sur les rémunérations des dirigeants d'entreprise, l'indépendance des administrateurs et le nombre de mandats des dirigeants mandataires sociaux. Sur l'application du Code, il relève que les pratiques de gouvernance des grandes sociétés françaises ont continué à s'améliorer en 2014 et que les principales critiques qui pouvaient être adressées (insuffisance de contreponds au dirigeant exécutif, composition fermée du conseil notamment) sont devenues l'exception et non la règle.

Le rapport explicite les positions prises par le HCGE et énonce les priorités qu'il s'est fixé pour l'année à venir. Il se divise en deux parties, la première sur le rapport 2014 du HCGE, la seconde sur le rapport annuel concernant l'application du Code.

Après avoir évoqué les activités et les méthodes de travail du HCGE pour la période de septembre 2013 à septembre 2014, la première partie du rapport s'attache plus précisément aux thèmes prioritaires sur lesquels le comité avait choisi de réfléchir plus particulièrement au cours de l'année 2014, à savoir les questions liées à l'indépendance des administrateurs, le nombre des mandats (en particulier ceux affectant les dirigeants sociaux) et les cumuls entre mandat social et contrat de travail, les questions de rémunération, en particulier les conditions de mise en œuvre du "say on pay". D'autres défauts d'information ou déviations par rapport au Code sont également relevés, notamment la proportion de femmes au conseil (5 sociétés n'ont pas atteint la proportion requise), l'absence de récapitulatif des déviations et des déclarations de conformité intégrale qui ne sont pas confirmées, l'absence de mise en place de comités de rémunérations (pour 3 sociétés) et de nominations (pour 7 sociétés), le défaut de rapport d'activités (3 sociétés du SBF 120 dont une s'agissant du comité d'audit), des durées de mandat supérieure à 4 ans et la question de la saisine de l'assemblée générale en cas de cession d'actifs importants (question dont le HCGE s'est saisi en dehors de tout examen de document de référence, mais à l'occasion d'un événement d'actualité) ¹⁵, la détention d'actions par les administrateurs, les dispositions relatives aux décisions et à l'information du conseil ou à l'évaluation de ses travaux, les modalités de fonctionnement des

¹⁴ Pour mémoire, le HCGE a été institué en juin 2013 lors de la révision du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (le "Code") et installé en octobre de la même année.

¹⁵ Sur ce point, le comité est d'avis que la disposition de l'article 5.2. du Code selon laquelle, s'agissant des opérations d'importance stratégique ; "même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social, le conseil doit saisir l'assemblée générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités du groupe" doit être interprétée de manière souple. Certes, en droit positif la compétence entre les différents organes sociaux est impérative et les opérations stratégiques sont de la compétence exclusive du conseil sauf lorsqu'elles modifient l'objet social, ce qui est rare ou affectent le capital social ce qui n'est pas toujours le cas. Mais ce que relève le comité, est l'importance qu'il y a à assurer une complète information des actionnaires sur l'opération, ses motivations et ses conséquences prévisibles, aussi en amont que possible et qu'un véritable débat soit instauré en assemblée avant qu'elle ne devienne irréversible. Le rapport contient à cet égard des indications sur ce que pourrait être cette information et comment se déroulerait ce débat (voir page 25). Cette prise de position est à rapprocher de la position retenue dans la proposition de loi déposée devant le Sénat par le sénateur Ph.. Marini le 24 juin dernier dont l'examen n'a pas progressé depuis lors (voir Actualités M&A/Droit Boursier Juillet-Août 2014 p. 1.1.6.)

comités ou les périodes d'interdiction d'exercice des options ou l'engagement de ne pas recourir à des opérations de couverture.

Le première partie de ce rapport se termine par l'énoncé des questions sur lesquelles le comité se penchera plus particulièrement lors du prochain exercice : parmi celles-ci, un certain nombre ont trait aux questions de rémunération (rémunération des dirigeants non-exécutifs notamment, rémunérations variables pluriannuelles).

La seconde partie du rapport analyse la mise en œuvre pratique des différentes recommandations du Code dans sa dernière version datant de juin 2013 par les sociétés étudiées et donne des exemples des justifications fournies par les entreprises lorsqu'elles déclarent ne pas mettre en œuvre certaines recommandations. Au total, les documents de référence de 107 sociétés du SBF 120 dont 36 sociétés CAC 40 ont été examinés. A noter, à la différence du rapport établi par l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants et publié le 22 septembre dernier ¹⁶, ce rapport ne dévoile pas le nom des sociétés dont il cite les extraits de documents annuels. A l'occasion de l'étude de chaque recommandation, est inséré un tableau illustrant l'évolution de la mise en œuvre de la recommandation en terme quantitatif sur les exercices 2012 et 2013 chez les sociétés recensées.

A la suite de cette publication, Emmanuel Macron, ministre de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique, a salué les avancées réalisées en matière de gouvernance, et notamment le développement du "say on pay". Il a cependant rappelé que certains points restaient à améliorer, et notamment en matière de rémunération des dirigeants. Le ministre cite ainsi les critères déterminant les parties variables, les retraites dites « chapeau » ou les rémunérations versées par des sociétés tierces parmi les points à clarifier. Un autre point d'attention du Gouvernement reste la participation des salariés au conseil d'administration.

[Communiqué de presse du MINEFI du 24 octobre 2014](#)

1.2.2 Guide du MEDEF sur les initiatives RSE ¹⁷sectorielles

Le MEDEF et l'ORSE ¹⁸ se sont associés pour publier le 8 octobre 2014 la première édition d'[un guide de référence](#) qui dresse un état des lieux des actions en matière de RSE et qui favorise le partage de bonnes pratiques.

Ce guide présente, sous forme de fiches, les initiatives RSE de 12 secteurs donnant ainsi une meilleure visibilité aux actions sectorielles et offrant une comparaison des démarches existantes. Ces fiches sont structurées de la manière suivante :

- présentation générale du secteur, de ses enjeux prioritaires, de sa stratégie et de ses engagements ;
- présentation des dispositifs d'accompagnement déployés sur la RSE pour aider les entreprises quelle que soit leur taille. Ils peuvent être regroupés en 8 grandes catégories : Outils, Dialogue avec les parties prenantes, Guides pratiques et études, Labels et trophées, Formation et accompagnement, Evènements, Commissions et Club DD et Rapport RSE ;
- rubrique « Pour aller plus loin » : autres référentiels, guides, organisations qui peuvent servir de ressources et exemples de pratique à l'international.

Les secteurs couverts par le guide sont les suivants : aérien, aéronautique et spatial, assurance, carrières et matériaux de construction, chimie, industries électriques, électroniques et de communication, ingénierie, propreté, santé et médicaments, télécommunications, travaux publics, tuiles et briques.

Ce guide s'adresse (i) aux entreprises des 12 secteurs d'activité qui recherchent des informations synthétiques et pertinentes sur les outils existants pour lancer une démarche RSE ; (ii) aux autres fédérations professionnelles que le MEDEF et l'ORSE encouragent à développer des outils adaptés pour leurs adhérents ; (iii) aux différentes parties prenantes des entreprises (ONG, syndicats, fournisseurs, etc.) et aux pouvoirs publics pour faire connaître

¹⁶ Voir Actualités M&A/Droit Boursier Septembre 2014 point 1.2.1.

¹⁷ Responsabilité Sociétale des Entreprises

¹⁸ Observatoire sur le Responsabilité Sociétale des Entreprises

l'étendue des actions déjà menées par les secteurs d'activité.

Ce premier état des lieux des initiatives RSE sectorielles sera par la suite complété par de nouvelles fiches sur d'autres fédérations professionnelles engagées.

1.2.3 Rapport de l'IFA : "Gouvernance, Ressources Humaines et Performance – Comment travailler de manière efficace entre administrateurs et DRH ?"

L'IFA a publié un rapport recensant les bonnes pratiques visant à renforcer l'efficacité des relations de travail entre administrateurs et DRH.

Selon l'IFA, les enjeux Ressources Humaines ciblent trois priorités que sont (i) la gestion des talents, (ii) l'engagement de chaque salarié et (iii) le leadership.

Ce rapport peut être commandé sur le site de l'IFA.

1.2.4 Nouvelle charte et 1^{er} rapport annuel ESG de l'AFIC

L'AFIC a adopté et publié le 16 octobre 2014 [une nouvelle Charte](#) qui engage ses adhérents dans leur rôle vis-à-vis des entreprises qu'ils accompagnent en phase de création, de développement ou de transmission. La charte prévoit que ses signataires s'engagent, *au-delà des règles déjà fixées dans le code de déontologie de la profession, du cadre réglementaire défini par l'Autorité des Marchés Financiers, ainsi que dans la limite de leur pouvoir effectif d'actionnaire et de leur responsabilité fiduciaire vis-à-vis des apporteurs de capitaux*, sur plusieurs objectifs : économiques, sociaux, humains, environnementaux et de bonne gouvernance.

Parallèlement, l'AFIC a fait paraître pour la première fois [un rapport annuel ESG](#) ¹⁹ sur la prise en compte des sujets environnementaux, sociaux et de gouvernance chez ses membres.

Le rapport ESG 2013 de l'AFIC apporte un éclairage sur la mise en place effective de politiques ESG au sein du capital-investissement français. Ce premier rapport a été documenté par 53 des membres actifs de l'AFIC qui totalisent 50% des actifs sous gestion, et qui rassemblent 1 800 des 5 000 entreprises actuellement accompagnées. Il met en évidence le mouvement de fond à l'œuvre : 62% des sociétés de gestion ayant contribué au rapport disposent d'une politique ESG formalisée et 30% sont en cours d'élaboration. Pour les entreprises accompagnées par ces sociétés de gestion, 35% d'entre elles (tous fonds confondus) bénéficient d'un suivi ESG spécifique sur les trois piliers environnement social et gouvernance.

1.2.5 Consultation du Comité de Bâle sur une version révisée de ses principes de gouvernance d'entreprise pour les banques

Le Comité de Bâle a publié pour consultation un ensemble de [lignes directrices](#) révisées sur la gouvernance d'entreprise dans les banques. S'appuyant sur les principes du Comité publiés en 2010, les lignes directrices proposées sont les suivantes :

- renforcer les recommandations relatives à la maîtrise des risques et notamment l'articulation des trois "lignes de défense" (unités opérationnelles, équipes chargées de la gestion du risque et fonction d'audit interne d'un établissement) ;
- étoffer les recommandations relatives au rôle de surveillance du conseil d'administration, s'agissant de la mise en œuvre d'un système performant de gestion des risques ;
- souligner la compétence collégiale du conseil d'administration mais aussi l'obligation qui incombe à chacun de ses membres de se consacrer suffisamment à son mandat et de se tenir informé des dernières évolutions dans le domaine bancaire ;

¹⁹ Rapport Environnemental Social et Gouvernance

Octobre 2014

- formuler des recommandations à l'intention des contrôleurs bancaires chargés d'évaluer les procédures de sélection en place dans les banques pour désigner les membres du conseil d'administration et de la direction ;
- attester que le dispositif de rémunération est un élément clé de la gouvernance et du régime d'incitation par lequel le conseil d'administration et la direction d'une banque édictent ce qui constitue un comportement acceptable en termes de prise de risque et renforcent la culture d'entreprise d'un établissement.

Le Comité offre la possibilité de télécharger des commentaires sur les propositions sur ce [lien](#) jusqu'au 9 janvier 2015.

[Communiqué de presse de BIS du 10 octobre 2014](#)

1.3 Emetteurs et information financière

1.3.1 Projet de recommandation de l'AMF sur la suppression de l'obligation de produire une information financière trimestrielle

En l'état du droit positif, les sociétés cotées doivent publier dans les 45 jours de la fin des 1^{er} et 3^{ème} trimestres de l'exercice une information financière trimestrielle²⁰. La [directive européenne Transparence révisée \(2013/50/UE\)](#) du 22 octobre 2013 prévoit, en particulier, que les Etats membres ne pourront plus imposer aux sociétés cotées la publication d'informations financières trimestrielles.

En anticipation de la transposition en droit national de cette directive, l'AMF publie un [projet de recommandation](#) destinée à accompagner la suppression prévue, courant 2015, de cette obligation de publication.

Le projet de recommandation s'articule autour des quatre points suivants :

- les émetteurs ont le choix de publier ou de ne pas publier une information financière trimestrielle ou intermédiaire ; ils devraient adopter une ligne de conduite claire et stable dans le temps et présenter celle-ci sur leur site dans leur calendrier de publication ;
- dans l'hypothèse où une information financière trimestrielle ou intermédiaire est publiée, elle doit être exacte, précise et sincère ;
- le principe d'égalité d'accès à l'information entre les différentes catégories d'investisseurs et entre pays doit être respecté, l'AMF recommandant que l'information soit accompagnée d'un commentaire explicatif grâce à la diffusion du communiqué ;
- si cette information est de nature privilégiée, les obligations d'information permanente demeurent.

La publication de la version définitive de cette recommandation interviendrait au moment de la publication de la loi DDADUE²¹.

[Communiqué de presse de l'AMF du 14 octobre 2014](#)

1.3.2 Arrêté des comptes 2014 : publication d'une recommandation de l'AMF

L'AMF a publié le 30 octobre sa [recommandation](#) (DOC-2014-13) en vue de l'arrêté des comptes 2014.

L'objectif de cette recommandation est d'encourager les entreprises à présenter des informations pertinentes, significatives sur le fondement de [l'article 223-1 du Règlement général de l'AMF](#) : "*L'information donnée au public*

²⁰ Par application de l'Article L.451-1-2 IV du code monétaire et financier.

²¹ Loi portant diverses dispositions d'adaptation de la législation du droit de l'Union européenne en matière économique dont le projet est actuellement en cours de discussion : après adoption en 1^{ère} lecture par l'Assemblée nationale le 18 septembre et par le Sénat le 16 octobre, une Commission Mixte Paritaire a été convoquée pour proposer un texte sur les dispositions du projet restant en discussion (voir Actualités M&A / Droit Boursier Septembre 2014, point 1.1.2).

par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère".

La recommandation de l'AMF relaie en premier lieu les recommandations de l'ESMA, avant de présenter les siennes.

La recommandation porte sur les sujets suivants :

- ✓ information en annexes : organisation et pertinence ;
- ✓ nouvelles normes applicables, notamment sur la consultation ;
- ✓ instruments financiers : classement en dette ou en capitaux propres ;
- ✓ tableau de flux de trésorerie.

L'AMF rappelle certains principes de communication financière en matière de traitement des nouvelles normes de consolidation (information sur les impacts de la première application, information sur les indicateurs financiers) et en matière de lisibilité de certaines émissions innovantes. A la suite de la mise en œuvre au 1^{er} janvier 2014 des nouvelles normes IFRS 10, 11 et 12 composant le "paquet consolidation", l'AMF demande aux émetteurs de se concentrer sur les données qui permettent une bonne compréhension de la nature des intérêts détenus dans d'autres entités.

L'objectif de l'AMF est de guider les émetteurs dans leur communication sur les changements issus de l'application des nouvelles normes de consolidation mais aussi de corriger certaines pratiques et d'encourager une discussion multilatérale entre la société, ses commissaires aux comptes et le ou les régulateur(s) pour une meilleure visibilité de ces documents financiers ²².

1.3.3 Publication d'une déclaration publique et de lignes directrices sur les priorités européennes pour l'arrêté des comptes 2014

Dans le cadre de l'application de la directive sur la transparence financière qui entrera en vigueur le 29 décembre 2014, l'ESMA a publié le 28 octobre 2014 une [déclaration publique](#) concernant les priorités de politique européenne visant à promouvoir l'application cohérente des normes internationales d'information financière (IFRS) par les sociétés cotées et leurs auditeurs,

L'ESMA et les autorités nationales compétentes de l'EEE vont aborder prioritairement les thèmes suivants :

- ✓ la préparation et la présentation des états financiers consolidés et des informations connexes ;
- ✓ les rapports financiers par des entités qui ont des accords de partenariat et des informations connexes ;
et
- ✓ la reconnaissance et l'évaluation des actifs d'impôts différés.

Ces sujets ont été retenus, soit parce qu'ils introduisent des changements non négligeables aux pratiques comptables à la suite de la mise en œuvre de nouvelles normes, soit parce que la conjoncture économique actuelle pose des défis particuliers pour les émetteurs dans l'application de certaines exigences des IFRS.

Cette déclaration publique met également en avant deux points à considérer lors de la préparation des états financiers de 2014.

- ✓ Les banques cotées doivent fournir des informations pertinentes sur les impacts matériels découlant de l'évaluation globale de la BCE, du secteur bancaire et sur tout changement de niveau de capital réglementaire requis ;
- ✓ Les sociétés cotées doivent fournir des informations spécifiques à l'entité, pertinentes pour leurs performances et leur situation financière à la fin de la période présentée. L'ESMA estime que l'implication précoce et l'engagement de la direction est essentiel pour veiller à ce que les sociétés cotées fournissent des informations pertinentes et fiables aux investisseurs.

²² Voir la mention contenue en page 1 du document sur le classement des instruments financiers ou instruments de dette ou de capitaux propres et l'incitation à un meilleur échange entre les parties impliquées en amont d'une émission significative sur le marché d'instruments financiers présentant des caractéristiques innovantes et dont l'émission est peu usuelle pour la société.

L'ESMA a également publié des [lignes directrices](#) pour les autorités compétentes en charge de l'application des normes d'information financière en vertu de la directive sur la Transparence ²³. Ce guide s'applique à toutes les autorités compétentes des Etats membres de l'UE.

L'ESMA et les autorités nationales contrôleront et superviseront l'application des normes IFRS. Ils intégreront les informations dans leur commentaire et prendront des mesures correctives le cas échéant.

L'ESMA récoltera des données sur la façon dont les sociétés cotées ont appliqué ces priorités. Ses conclusions seront publiées au début de l'année 2016.

[Communiqué de presse de l'ESMA du 28 octobre 2014](#)

1.3.4 Publication par l'ESMA d'une mise à jour des Questions/Réponses sur les questions relatives au prospectus

L'ESMA a publié le 21 octobre dernier la 22^{ème} mise à jour de son document [Questions/Réponses](#) (Q/R) relatif au prospectus. Le Q/R est destiné aux autorités compétentes qui exercent des responsabilités de supervision en vertu de la Directive Prospectus ²⁴ et vise à assurer la convergence des activités de surveillance dans l'UE. Le but du Q/R est de promouvoir des approches et des pratiques prudentielles communes dans l'application de la Directive Prospectus et des mesures d'exécution dans l'Union européenne.

La mise à jour concerne les questions 82, 91, 93, 94 et 95, (les trois dernières étant de nouvelles questions) et a trait au résumé dans le prospectus. Sont couverts les points suivants :

- les résumés au regard du régime d'information proportionnée (question 82) ;
- le format du résumé individuel s'agissant de certains titres (question 91) ;
- la présentation de données financières clés dans le résumé (nouvelle question 93) ;
- l'information minimale requise en application de la section D de l'Annexe XXII de la réglementation prospectus (information sur les risques) (question 94 nouvelle) ; et
- l'inclusion d'information supplémentaire dans les résumés individuels (nouvelle question 95).

1.3.5 Consultation de l'ESMA en matière d'abus de marché : Contributions de l'AMAFI

Pour mémoire ²⁵, l'ESMA a lancé le 15 juillet 2014 une consultation ouverte jusqu'au 15 octobre 2014 concernant la nouvelle réglementation relative aux abus de marché, qui est entrée en application le 2 juillet 2014 ²⁶. Elle publie deux documents consultatifs sollicitant le point de vue des parties prenantes sur [les projets de normes techniques de réglementation et de normes techniques d'exécution](#) et [l'avis technique](#) correspondant que l'ESMA est chargée d'élaborer dans le cadre de la mise en œuvre du référentiel Abus de marché qui entrera en application en juillet 2016.

L'AMAFI a répondu à cette consultation par deux contributions distinctes.

²³ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

²⁴ Directive 2010/73/EU du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

²⁵ Voir Actualités M&A/ Droit Boursier Juillet-Août 2014 p.1.5.3.

²⁶ Sont visés : le Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission et la Directive 2014/57/UE DU Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), ces textes ayant été tous deux publiés au JOUE du 12 juin 2014 et étant entrés en vigueur le 2 juillet 2014. (Pour plus de détails sur cette réglementation, voir les Actualités M&A/ Droit boursier Juin 2014, p. 1.4.3.)

[Contribution de l'AMAFI du 15 octobre 2014](#)

[Contribution de l'AMAFI du 15 octobre 2014](#)

1.3.6 Publication par l'ESMA des dernières données statistiques sur l'approbation des prospectus et leur autorisation dans l'EEE

L'ESMA a publié deux rapports contenant les dernières données statistiques sur le nombre de prospectus visés et/ou faisant l'objet d'un passeport par les autorités nationales compétentes dans l'Espace économique européen (EEE). Les deux rapports couvrent les périodes de [janvier 2013 à décembre 2013](#) et de [janvier 2014 à juin 2014](#). Ils font partie de la surveillance continue de l'activité de prospectus dans l'EEE par l'ESMA.

[Communiqué de l'ESMA du 23 octobre 2014](#)

1.4 Autorités de régulation

1.4.1 DCT : Publication par la Commission de l'Union européenne des questions fréquemment posées

Le 23 juillet 2014, le Conseil de l'Union européenne a adopté le règlement [\(EU\) No 909/2014 concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres \(DCT\)](#).

La publication de ce règlement au JOUE du 28 août 2014 a suscité des interrogations concernant le calendrier de mise en œuvre, l'ampleur des besoins, et la position des pays tiers. Afin de fournir des éclaircissements sur ces trois sujets, la Commission a publié un document regroupant les [questions fréquemment posées](#), cette publication pouvant être mise à jour si besoin est.

1.4.2 Publication par l'ESMA d'un tableau de conformité relative aux politiques et pratiques de rémunération

Le 17 septembre 2012, l'ESMA a publié des orientations sur les rémunérations à destination des prestataires de services d'investissement "[Guidelines on Remuneration Policies and Practices](#)". La synthèse de cette consultation a été publiée en juin 2013 sous la forme d'un [rapport final](#).

L'objectif de ce guide est d'assurer la mise en œuvre cohérente au travers de l'Union européenne des règles issues de la directive MIF relatives aux conflits d'intérêt en matière de politique et de pratique de rémunération.

L'article 16 (3) du règlement de l'ESMA exige des autorités nationales compétentes de les informer si elles sont en conformité ou si elles ont l'intention de se conformer à chaque directive ou recommandation émise qui leur est applicable dans les deux mois à compter de la date d'émission de la recommandation. Si une autorité compétente ne respecte pas ou n'a pas l'intention de se conformer, il doit en donner la raison. Dans ce contexte, l'ESMA a publié un [tableau](#) regroupant les positions des pays Etats membres de l'UE ainsi que Gibraltar, le Lichtenstein et la Norvège. Il ressort de ce tableau que l'Allemagne n'applique pas entièrement les lignes directrices.

1.4.3 Proposition de modifications du RGAMF et de publication d'une position-recommandation pour mettre en œuvre les propositions d'un groupe de travail sur les introductions en bourse

A la suite de la publication le 25 septembre dernier par l'AMF d'un [rapport](#) sur les introductions en bourse, une [consultation](#) a été organisée jusqu'au 22 octobre sur les propositions de position-recommandation émises par le groupe de travail sur les introductions en bourse lancé en mars dernier ²⁷. Parallèlement, l'AMF propose des modifications de son règlement général et de sa doctrine qui permettraient la mise en œuvre rapide de ces nouvelles mesures, si elles étaient adoptées.

²⁷ Voir Actualités M&A / Droit Boursier septembre 2014, point 1.3.2.

Les thèmes des propositions de position-recommandation sont les suivants :

- ✓ la tranche à destination des investisseurs particuliers ;
- ✓ la flexibilité des règles d'encadrement du prix ;
- ✓ les critères d'appréciation de la fourchette de prix ;
- ✓ la révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert destinée aux particuliers ;
- ✓ l'accès aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF aux analystes des banques du syndicat.

Les propositions de modifications du règlement de l'AMF portent sur :

- ✓ l'utilisation de l'anglais pour la rédaction des prospectus d'offre au public, l'article 212-12 du règlement général de l'AMF serait modifié ;
- ✓ l'extension aux sociétés dont les titres de créance sont déjà cotés de la possibilité de communiquer des informations relatives à leur projet d'introduction en bourse, l'article 223-10-1 serait amendé.

L'AMAFI dans un [document](#) publié le 22 octobre 2014, formule des remarques générales sur les propositions contenues dans ce rapport, émet quelques observations sur les propositions de modifications de deux articles du règlement général et fait quelques suggestions sur le projet de Position Recommandation.

2. AVIS CNCC

2.1 Distribution exceptionnelle de réserves et comptes constatant l'amortissement intégral de frais de constitution immobilisés

Une assemblée générale d'une société tenue en septembre 2013 ne peut pas procéder à une distribution exceptionnelle de réserves alors qu'au titre de ses frais de constitution, elle a passé ceux-ci en immobilisation au cours de son année en constitution en 2008 et que ceux-ci amortis pendant 5 ans, n'ont pas été enregistrés dans des comptes qui constatent l'amortissement intégral de ces frais, auraient été au préalable arrêtés et approuvés. (Bull. CNCC n°175, n°91, p. 393 et suivantes)

Après avoir rappelé le caractère licite d'une distribution de réserves décidée par une assemblée générale ordinaire réunie extraordinairement, pour autant que celle-ci porte sur des réserves libres et qu'elle ne vise pas à contourner la règle édictée à l'article L.232-13 alinéa 2 du code de commerce²⁸ relative à l'obligation de paiement des dividendes dans un délai de 9 mois de la clôture de l'exercice, la Commission des études juridiques rappelle que la distribution en cause doit également être analysée au regard des règles gouvernant les frais de constitution de société telles que posées par l'article L.232-9 alinéa 1^{er} du code de commerce²⁹.

Or, celles-ci imposent l'amortissement intégral des frais de constitution avant toute distribution de bénéfices. Cette interdiction est absolue et s'impose même s'il existe des réserves libres d'un montant au moins égal au montant des frais non amorti. En l'espèce, l'amortissement avait pris fin au 30 juin 2013 et c'est donc dans les comptes au 31 décembre 2013 que la dernière dotation à l'amortissement des frais de constitution a été constatée : c'est seulement à la suite de l'approbation de ces comptes que l'amortissement intégral a pris un caractère définitif.

En conséquence, la distribution intervenue avant cette date a été faite en violation des dispositions de l'article L.232-9 alinéa 1 précité et de surcroît, le dividende ainsi distribué, constitue un dividende fictif comme ayant été fait en violation de l'article L.232-12 du code de commerce. En l'absence d'inventaire ou d'inventaire frauduleux, les sanctions pénales prévues à l'article L.242-6, 1^o du même code ne devraient en revanche pas être applicables au cas d'espèce. Mais un signalement de l'irrégularité de la part du commissaire aux comptes s'impose en application des articles L.832-16 et 832-12 du code précité.

²⁸ **Article L.232-13 du code de commerce** : " Les modalités de mise en paiement des dividendes votés par l'assemblée générale sont fixées par elle ou, à défaut, par le conseil d'administration, le directoire ou les gérants, selon le cas.

Toutefois, la mise en paiement des dividendes doit avoir lieu dans un délai maximal de neuf mois après la clôture de l'exercice. La prolongation de ce délai peut être accordée par décision de justice."

²⁹ **Article L.232-9 alinéa 1 du code de commerce** : " Sous réserve des dispositions du deuxième alinéa de l'article L.232-15, les frais de constitution de la société sont amortis avant toute distribution de bénéfices et, au plus tard, dans un délai de cinq ans".

2.2 RSE : Publication de l'avis de l'organisme tiers indépendant

Interrogée sur les modalités de publication de l'avis de l'organisme tiers indépendant chargé de procéder aux vérifications au regard du respect par la société de ses obligations légales et réglementaires en matière de fourniture d'informations sociales et environnementales en application de l'article L.225-102-1 alinéa 7 du code de commerce ³⁰ sur le site internet de la société, la Commission des études juridiques de la CNCC a indiqué que cet avis doit être transmis et publié sur le site internet de la société dans les mêmes conditions de délai que les autres documents (dont le rapport du conseil d'administration ou du directoire), c'est-à-dire : pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, cette publication doit être faite au moins 21 jours avant la tenue de l'assemblée générale. Pour les autres sociétés, le délai de 15 jours visé à l'alinéa 1^{er} de l'article R. 225.89 ³¹ du code doit être respecté avec les modalités de mise à disposition qu'il prévoit. (Bull. CNCC n°175, n°91, p. 398)

Pour ce faire, la CNCC a estimé que dès lors que l'article L.225-102-1 alinéa 7 précité impose que l'avis de l'organisme du tiers indépendant soit transmis en même temps que le rapport du conseil, les modalités doivent alors être similaires. Par ailleurs, le caractère très général de l'énumération qui figure à l'article R.225-73-1 du code de commerce s'agissant des documents qui précisément doivent être mis sur le site internet de la société au plus tard 21 jours avant l'assemblée pour les sociétés dont les actions sont négociées sur un marché réglementé, parmi lesquels sont visés *les documents destinés à être présentés à l'assemblée, au regard notamment des dispositions des articles (L.225-115 et R. 225-83)*, permet de considérer que cette mention couvre l'avis précité.

Pour les sociétés qui ne sont pas visées par cette disposition, c'est-à-dire les sociétés dont les actions ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé, pour lesquelles les dispositions de l'article R.225-89 précité s'appliquent, l'avis, (lorsque son établissement sera requis ³²), sera mis à disposition des actionnaires au siège social ou au lieu de la direction administrative pour que ceux-ci puissent en connaissance (à l'instar des autres documents).

La Commission précise enfin que si le rapport du conseil d'administration ou du directoire à l'assemblée annuelle est transmis aux actionnaires plus tôt qu'à la date prévue par les dispositions légales et réglementaires, l'avis de l'organisme tiers indépendant devra également l'être, les dates de transmission devant être identiques.

³⁰ Article L.225-102-1 alinéa 7 du code de commerce : " Les informations sociales et environnementales figurant ou devant figurer au regard des obligations légales et réglementaires font l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant, selon des modalités fixées par décret en Conseil d'Etat. Cette vérification donne lieu à un avis qui est transmis à l'assemblée des actionnaires ou des associés en même temps que le rapport du conseil d'administration ou du directoire."

³¹ Article R.225-89 du code de commerce : "A compter de la convocation de l'assemblée générale ordinaire annuelle et au moins pendant le délai de quinze jours qui précède la date de la réunion, tout actionnaire a le droit de prendre connaissance, au siège social ou au lieu de la direction administrative, des documents et renseignements énumérés aux articles L.225-115 et R.225-83. Toutefois, il n'a le droit de prendre connaissance, aux mêmes lieux, du rapport des commissaires aux comptes, que pendant le même délai de quinze jours.

[...]"

³² Pour mémoire, pour les sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, l'application des dispositions exigeant l'insertion dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire d'informations sociales et environnementales est réservée à des sociétés remplissant un certain nombre de seuils; or, cette application est à la fois différée dans le temps et le montant de ces seuils dégressif (article R. 225-105-1 sur renvoi de l'article 225-102-1 alinéa 5 et 6). Ainsi, seront tenues de fournir ces informations dans leur rapport établi en 2015 (sauf à bénéficier de l'exonération liée à l'appartenance à un groupe et à la présentation cohérente par la société concernée de son propre rapport de gestion), les sociétés qui au titre de l'exercice ouvert en 2014, ont un total de bilan ou un CA qui dépasse 100 millions d'euros ou dont le nombre de salariés est supérieur à 500 (article R. 225-104), ces montants étant supérieurs pour l'exercice ouvert en 2013.

Les sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, pour autant qu'elles soient soumises à l'obligation principale d'inclure les informations sociales et environnementales dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire à l'assemblée annuelle, ne seront soumises à l'obligation de faire vérifier celle-ci par un organisme tiers indépendant qu'à compter de l'exercice clos au 31 décembre 2016, soit en 2017 pour les informations contenues dans le rapport de gestion établi au titre de l'exercice 2016 (article 2, III du Décret n°2012-557 du 24 mars 2012) mais en application de l'article L.225-102-1 alinéa 9, l'établissement de l'attestation de l'organisme tiers indépendant portant sur la présence dans le rapport de gestion de l'ensemble des informations requises est exigée dès le premier exercice au titre duquel les sociétés sont concernées par l'obligation d'inclure dans le rapport, les informations en cause.

3. JURISPRUDENCE

3.1 Information financière et responsabilité du président du conseil de surveillance dans la communication financière de l'émetteur

L'implication active du président du conseil de surveillance dans la gestion de la société émettrice, associé au fait qu'il ait été à l'origine de la définition du carnet de commandes faisant l'objet des communiqués incriminés et qu'il intervienne personnellement dans la signature de certains contrats et qu'un mandat large de représentation lui ait été confié par le directoire sont des éléments qui permettent de faire ressortir que l'intéressé, au-delà de ses fonctions de président du conseil de surveillance officiellement exercées par lui au sein de la société, avait la qualité de dirigeant au sens de l'article 221-1 du RGAMF. (Cass. com. 7 octobre 2014, n°13-18871)

Par arrêt du même jour, la Cour de cassation a dans la même affaire, considéré qu'en sa qualité de président du directoire, l'autre personne faisant l'objet des poursuites, était le représentant légal de la société et était à ce titre, débiteur au premier chef de l'obligation de donner au marché une information exacte, précise et sincère, le rôle attribué par le président du directoire au président du conseil de surveillance ne pouvant constituer une circonstance ayant privé l'intéressé de l'exercice total ou partiel de ses fonctions de président du directoire. (Cass. com. 7 octobre 2014, n°13-19538)

Ces deux décisions sont intéressantes à plus d'un titre car elles illustrent les difficultés qui peuvent se poser en matière de communication financière au sein de certaines structures sociales ainsi que la question du partage de responsabilité entre les différentes personnes impliquées dans l'établissement et la diffusion de celle-ci.

Le 14 mai 2009, une enquête portant sur l'information financière de la société Couach SA à compter du 31 décembre 2007 était ouverte par le secrétaire de l'AMF. Les faits reprochés au président du directoire d'une part et au président du conseil de surveillance d'autre part, portaient sur un manquement à l'obligation d'information du public.

Par décision en date du 31 mars 2011, la Commission des sanctions a conclu au manquement à l'obligation d'information et a prononcé à l'encontre du président du conseil de surveillance une sanction pécuniaire de 100 000 euros et à l'encontre du président du directoire une sanction pécuniaire de 60 000 euros.

Sur appel des intéressés, la Cour d'appel de Paris a par arrêt en date du 18 avril 2013, rejeté le recours de l'un et de l'autre contre la décision précitée. Les deux parties ont formé un pourvoi.

Pour le président du conseil de surveillance, c'est en substance au mépris des articles 221-1 et 223-1 du RGAMF qu'il aurait été condamné en raison de l'information délivrée durant l'année 2008 car il n'était pas président du directoire; sa qualité de dirigeant n'aurait pas plus été établie, la cour d'appel s'étant seulement fondée sur le fait qu'il jouait un rôle actif dans la société dont il était actionnaire majoritaire. Enfin, pour l'interview accordée à un journaliste, son contenu devrait être apprécié à la lumière des événements connus par l'intéressé au jour où l'entretien s'est déroulé, le caractère erroné d'une information devant s'apprécier au jour de sa diffusion au public : or, à cette date, plusieurs événements très favorables à la Société venaient d'intervenir alors que la rupture brutale des concours bancaires n'avait pas encore eu lieu.

Pour le président du directoire, en revanche, les moyens développés à l'appui de son pourvoi portaient essentiellement sur le fait que les juges auraient méconnu l'exigence de motivation en ne répondant pas aux moyens développés dans ses conclusions sur le risque de confusion que pouvait faire naître dans l'esprit du public entre le carnet de commande et le montant du chiffre d'affaires lié à la méthode de comptabilisation des commandes, pour laquelle il n'existe aucune norme. Il était en outre reproché à la cour de s'être livré à une application rétroactive d'une norme car, lorsque l'AMF déjà en 2004 avait procédé à une enquête, aucun remarque n'avait été faite à l'époque sur la méthode de détermination du carnet de commande pas plus que sur le caractère imprécis de l'information donnée au public du fait du défaut d'une mention sur cette méthode de détermination. A l'appui de son second moyen, le président du directoire soutenait qu'en ne précisant pas pour quel motif le comportement du président du conseil de surveillance ne pouvait pas constituer une circonstance particulière qui l'aurait empêché d'exercer ses fonctions en matière de communication financière de la Société, les juges d'appel auraient privé leur décision de base légale.

Par ces deux arrêts, la Cour de cassation rejette l'un et l'autre des pourvois.

Sur la question du partage de responsabilité, elle semble tracer une ligne de partage entre d'une part, le responsable principal qui est ici le président du conseil de surveillance qu'elle qualifie de dirigeant et d'autre part, le président du directoire, représentant légal de la société qu'elle déclare à ce titre "*débiteur au premier chef de l'obligation de donner au marché une information exacte précise et sincère*".

Pour retenir la qualification de dirigeant, un certain nombre d'éléments de fait sont repris par les Hauts magistrats : une implication importante dans la gestion de la société, une impulsion dans la définition du carnet de commandes, l'intervention personnelle dans la signature de contrats, voire même dans la gestion au jour le jour de la société, l'octroi d'un large mandat de représentation par le directoire lui assurant un rôle très actif dans l'animation et la direction de la société, un entretien personnellement accordé à un journal. Ces éléments sont envisagés ensemble et sont autant d'indices qui manifestent le rôle très actif joué par l'intéressé dans la direction et la gestion de la société, rôle qui allait bien au-delà de la position que doit occuper un membre d'un conseil de surveillance dans une société de type dualiste.

Interprétée a contrario, cette décision semble laisser penser qu'une personne qui n'assumerait pas un rôle aussi présent dans la gestion de la société et ne se présenterait pas tant en interne qu'à l'égard des tiers comme investie d'un pouvoir de décision et de représentation, ne pourrait se voir qualifier de dirigeant pour les besoins de l'article 221-1 du RGAMF.

Autre enseignement de l'arrêt s'agissant du représentant légal de la société : la circonstance qu'un mandat de représentation ait été confiée au président du conseil de surveillance est insuffisante à l'exonérer des obligations qui sont les siennes en sa qualité de débiteur au premier chef de l'obligation de donner au marché exacte, précise et sincère.

Par ailleurs, sur la teneur des communiqués, ces décisions fournissent également des indications intéressantes car elles montrent comment les juges s'attachent à vérifier le caractère en tout point précis, exact et sincère de l'information donnée au public par l'émetteur en analysant, comme en l'espèce, les méthodes de comptabilisation des commandes en cours pour conclure que celles suivies par la Société étaient susceptibles d'entraîner des confusions dans l'esprit du public. Or pour certains des travaux comptabilisés dans le carnet de commandes (et répercutés dans le chiffre d'affaires), aucune norme comptable ne prescrivait la conduite à tenir et la société soutenait avoir appliqué de manière constante depuis plusieurs années les mêmes principes de comptabilisation. Mais pour autant, les juges relèvent *si la méthode ainsi appliquée était formellement régulière en l'absence, sur ce point, de norme comptable précise, cette façon de procéder pouvait entraîner des confusions dans l'esprit du public, notamment dans le rapprochement entre le montant du carnet de commandes et le chiffre d'affaires annuel tel qu'il avait été effectué en particulier par les analyses financières visées par le rapport d'enquête*. La communication aurait dû être plus explicite sur le mode de comptabilisation des commandes en cours pour que le public ne risque pas d'être induit en erreur.

3.2 Options de souscription et d'achat d'actions et régime de la communauté : quelle incidence?

Les droits résultant de l'attribution pendant le mariage à un conjoint commun en biens d'une option de souscription ou d'achat d'actions forment des biens propres par nature et seules les actions acquises par exercice de l'option pendant le mariage tombent dans la communauté. (Cass. 1^{ère} Civ. 9 juillet 2014, n°13-15948)

Cet arrêt est intéressant car il répond à la question de savoir si des options ³³ avant leur levée font partie ou non

³³ Pour mémoire et de manière schématique, sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire qui se prononce sur rapport du conseil d'administration (ou du directoire selon le cas) et sur rapport spécial des commissaires aux comptes, le conseil d'administration (ou le directoire, selon le cas) consent au bénéficiaire du personnel salarié de la société (ou de certains d'entre eux) des options donnant droit à la souscription ou l'achat d'actions de la société, le conseil fixant les conditions d'attribution de ces options et les modalités de leur exercice dans les limites de l'autorisation qui lui a été consentie par l'assemblée (à noter, l'assemblée devant obligatoirement se prononcer sur les modalités de fixation du prix de souscription ou d'achat des actions d'un part et sur le délai dans lequel les options devront être exercées d'autre part). (article L.225-177 du code de commerce).

La doctrine et la jurisprudence (Cass. 2^{ème} civile 20 septembre 2005, n°03-30709) considèrent généralement que l'option d'achat (comme l'option de souscription) constitue une promesse unilatérale faite par une société à certains de ses salariés ou mandataires sociaux de leur vendre sur leur demande un nombre déterminé de ses actions dans un délai moyennant un prix définitivement fixé.

de l'actif communautaire ou successoral. Il met également fin à deux conceptions opposées sur la question de la valorisation des droits que représentent ces options non encore levées; or, cette question intéresse non seulement le titulaire de ces droits mais également son conjoint comme en l'espèce, lorsque les époux se séparent, ou ses héritiers en cas de succession, voire les créanciers de ceux-ci.

Mariés sans contrat en 1969, les époux X ont divorcé en 2007 et les effets dans leurs rapports ont été fixés au 2 octobre 2002. Or, des options de souscription ou d'achat d'actions avaient été attribuées avant cette date au mari, options qu'il avait levées pour certaines avant la dissolution de la communauté et pour d'autres, après celle-ci, en application des délais d'exercice stipulés lors de l'attribution des options. L'épouse demandait que la valeur des options attribuées avant la dissolution de la communauté et non encore levées entrent dans l'actif communautaire. Elle sollicitait en outre que sur des actions que son ex-conjoint avait vendues après le 2 octobre 2002 et résultant de l'exercice d'options que celui-ci avait levées avant cette date, une somme égale à la plus-value nette réalisée soit intégrée dans l'actif communautaire.

La Cour d'appel de Paris avait accueilli ses demandes et considéré que les options de souscription ou d'achat d'actions étant un complément de rémunération, *le caractère commun ou propre de leur valeur patrimoniale dépend seulement de la date à laquelle elles sont attribuées, la date de levée de l'option permettant uniquement de déterminer cette valeur*, l'arrêt retenant ainsi, *la valeur des "stock options" attribués à M. V. avant le 2 octobre 2002 et levées postérieurement à cette date, entre en communauté, peu important leur période d'exercice et l'origine des fonds ayant financé l'acquisition*. Par ailleurs, pour celles des options qui, ayant été attribuées à l'époux avant la dissolution et levées avant cette date, avaient permis à celui-ci de souscrire ou d'acheter des actions qu'il avait ensuite vendues après dissolution de la communauté, la Cour avait jugé que la somme à inclure dans l'actif communautaire s'élevait à la plus-value d'acquisition réalisée grâce à l'exercice des stock options.

Pour statuer de la sorte, la Cour d'appel de Paris s'était fondée sur un arrêt précédent de la même Cour selon lequel les options ont une valeur patrimoniale intrinsèque dès leur attribution, pour un montant qui ne sera fixé qu'à la levée de l'option, voire lors de la revente ultérieure des titres acquis ou souscrits : dès lors, par application de l'article 1401 du code civil ³⁴, la valeur patrimoniale des options devrait entrer en communauté, les options avant leur levée faisant partie de l'actif communautaire, et en cas de liquidation de communauté (ou d'ouverture de succession), celles-ci doivent être évaluées à titre provisionnel ³⁵. Ainsi, dans un précédent arrêt de la Cour d'appel de Paris (cité par la Cour) ³⁶, il avait été considéré que si l'option de souscription ou d'achat d'actions était strictement personnelle à l'époux qui en est titulaire, la valeur patrimoniale des options entrait dans l'actif de la communauté dès lors que ces options avaient été attribuées avant l'assignation en divorce.

Statuant sur pourvoi, la Cour de cassation a censuré la décision des juges d'appel : certes les droits résultant de l'attribution pendant le mariage à un époux commun en biens d'une option de souscription ou d'achat d'actions forment des biens propres par nature, toutefois les actions acquises par l'exercice de ces droits entrent dans la communauté lorsque l'option est levée durant le mariage.

Ce faisant, après avoir qualifié l'option au regard du droit des contrats, la Haute juridiction rappelle, que les rémunérations perçues pendant le mariage sont des biens communs mais que certains biens acquis pendant celui-ci ont un caractère personnel et sont qualifiés de biens propres par nature. Il en va ainsi des options dont on peut comprendre la qualification de bien propre au regard de leur caractère incessible énoncé par l'article L.225-183 alinéa 2.

S'étant livré à la qualification juridique des stock options tant au regard du droit des contrats que du droit des régimes matrimoniaux ³⁷, la Cour de cassation pose ensuite le régime applicable aux options de souscription et d'achat d'actions en cas de divorce. Refusant la distinction opérée par les juges d'appel entre le titre et la finance

Pour autant, la valeur de cette option est difficilement quantifiable car elle dépend de la valeur de l'action au jour où l'option aura été exercée par son bénéficiaire conformément au règlement.

³⁴ **Article 1401 du code civil** : " La communauté se compose activement des acquêts faits par les époux ensemble ou séparément durant le mariage, et provenant tant de leur industrie personnelle que des économies faites sur les fruits et revenus de leurs biens propres."

³⁵ En d'autres termes, il faudra bien souvent selon cette analyse procéder à une nouvelle liquidation de la communauté dans les hypothèses où la levée de l'option intervient après les opérations de partage.

³⁶ CA Paris 7 mai 2004, n°2003/4030

³⁷ Pour plus de détails sur ces questions, se reporter au commentaire de P. Emy sur Lexbase, Hebdo Edition affaires n°394 du 18 septembre 2014

(la valeur de l'option et l'action elle-même), les juges de cassation font de la date de levée d'option la date pivot : c'est la date de levée de l'option par rapport à la date de la dissolution de la communauté qui permettra de déterminer si les actions en cause entrent ou n'entrent pas en communauté. Si la date de levée de l'option se situe avant la dissolution de la communauté, les actions en résultant sont des biens communs, alors qu'elles sont des biens propres si la date de levée de l'option se situe après la dissolution de la communauté.

Cette solution a le mérite de la clarté et de la simplicité car elle fait de la date de levée de l'option le point déterminant : or de manière générale, cette date ne donne pas lieu à contestation même si elle n'est pas forcément publique. En revanche, celle-ci peut être soumise à un certain aléa puisque la période de levée d'option peut s'étendre sur un temps relativement long de sorte qu'un salarié en cours de procédure de divorce pourrait être tenté de retarder la date de levée de ses options pour voir reculer cet événement après la dissolution de la communauté.

La Cour de cassation censure également les juges d'appel pour avoir intégré dans l'actif communautaire la plus-value réalisée s'agissant d'actions vendues après la dissolution de la communauté mais issues d'options attribuées à l'époux et levées par celui-ci avant cette date. Pour les juges de cassation, *la plus-value était indifférente*, la valeur à retenir pour ces actions *qui se trouvaient en nature dans l'actif commun au jour de la dissolution de la communauté, était leur prix de cession dans l'indivision post-communautaire*. Ici encore, c'est refuser de dissocier titre et finance : les actions se trouvent en nature. Ces actions sont dans l'actif commun comme résultant d'options attribuées à l'époux et levées par celui-ci avant la dissolution du mariage. La valeur à retenir est leur prix de cession.

Selon l'un ³⁸ des commentateurs de cet arrêt que certains ³⁹ qualifient d'arrêt de principe, cette analyse serait transposable aux opérations d'attribution gratuite d'actions réglementée par les articles L.225-197-1 à L.225-197-6 du code de commerce qui sont soumises à un régime juridique largement inspiré de celui des options de souscription et d'achat d'actions.

³⁸ Professeur M. Storck dans Banque et Droit n°157 septembre –octobre 2014, p.54 et suivante

³⁹ Editions Fr. Lefebvre 25/07/2014, Affaires, le conjoint commun en biens n'a aucun droit sur les options de souscription d'actions avant la levée d'options

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

Clifford Chance, 9 Place Vendôme, CS 50018, 75038 Paris Cedex 01, France

© Clifford Chance 2014

Clifford Chance Europe LLP est un cabinet de sollicitors inscrit au barreau de Paris en application de la directive 98/5/CE, et un limited liability partnership enregistré en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro OC312404, dont l'adresse du siège social est 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ.

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.